

ANALISIS KEPEMILIKAN SAHAM MANAJEMEN DAN FAKTOR-FAKTOR YANG BERPENGARUH TERHADAP *DEBT TO EQUITY RATIO* DI BURSA EFEK JAKARTA

Mugiharta, SE
C4C005142

Penelitian ini dilakukan untuk menguji pengaruh variabel Kepemilikan Saham Manajemen (KSM), *Dividend Payout Ratio* (DPR), *Pertumbuhan Asset*, *Price Earning Ratio* (PER), *Return on Investment* (ROI) dan pertumbuhan penjualan terhadap *Debt to Equity Ratio* (DER).

Teknik sampling yang digunakan adalah *purposive sampling* dengan kriteria (1) perusahaan yang selalu menyajikan laporan keuangan per desember 2000-2002, (2) perusahaan yang secara kontinyu membagikan dividen per desember 2000-2002 dan (3) perusahaan yang sebagian sahamnya dimiliki oleh manajemen selama periode pengamatan (2000-2002). Data diperoleh berdasarkan publikasi *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD 2003). Diperoleh jumlah sampel sebanyak 15 perusahaan dari 330 perusahaan yang terdaftar di BEJ. Teknik analisis yang digunakan adalah regresi berganda dengan persamaan kuadrat terkecil dan uji hipotesis menggunakan t-statistik untuk menguji koefisien regresi parsial serta f-statistik untuk menguji keberartian pengaruh secara bersama-sama dengan *level of significance* 5%. Selain itu juga dilakukan uji asumsi klasik yang meliputi uji normalitas, uji multikolinieritas, uji heteroskedastisitas dan uji autokorelasi.

Berdasarkan uji normalitas, uji multikolinieritas, uji heteroskedastisitas dan uji autokorelasi tidak ditemukan variabel yang menyimpang dari asumsi klasik, hal ini menunjukkan bahwa data yang tersedia telah memenuhi syarat untuk menggunakan model persamaan regresi linier berganda. Dari hasil analisis menunjukkan variabel KSM, PER dan ROI yang menunjukkan hasil yang signifikan terhadap DER perusahaan di BEJ periode 2000-2002 yaitu sebesar 0,4%, 0,01% dan 1,4%, sedangkan variabel lainnya (DPR, *Pertumbuhan Asset*, dan pertumbuhan penjualan) menunjukkan pengaruh yang tidak signifikan. Sementara secara bersama-sama (KSM, DPR, *Pertumbuhan Asset*, PER, ROI dan pertumbuhan penjualan) terbukti signifikan berpengaruh terhadap DER perusahaan di BEJ. Kemampuan prediksi dari keenam variabel tersebut terhadap DER sebesar 91,7% sebagaimana ditunjukkan oleh besarnya *adjusted R square* sebesar 91,7% sedangkan sisanya 8,3% dipengaruhi oleh faktor lain yang tidak dimasukkan ke dalam model penelitian. Namun demikian penelitian ini hanya terbatas pada enam faktor fundamental perusahaan dengan 15 sampel dan periode pengamatan tahunan selama 3 tahun. Disarankan agar dilakukan penelitian lanjutan dengan memperluas faktor fundamental lainnya seperti likuiditas, leverage dan aktivitas perusahaan serta faktor makro ekonomi seperti tingkat suku bunga, nilai tukar rupiah, neraca pembayaran, ekspor-impor dan kondisi negara lainnya serta faktor non ekonomi seperti kondisi politik negara.

I. PENDAHULUAN

Kebijakan pendanaan merupakan salah satu keputusan penting dalam menentukan besar kecilnya sumber dana yang digunakan dalam operasional perusahaan. Struktur modal (*capital structure*) merupakan besarnya struktur modal yang digunakan oleh perusahaan dalam rangka membiayai aktivitas operasionalnya. Besar kecilnya struktur modal sangat tergantung dari besar kecilnya sumber dana yang diperoleh dari pihak eksternal terhadap sumber dana yang diperoleh dari pihak internal perusahaan. Sumber dana dari pihak luar diperoleh dari pinjaman atau hutang (baik hutang jangka pendek maupun hutang jangka panjang); sedangkan sumber dana dari pihak internal diperoleh dari modal saham (*equity*) dan laba tak dibagi (*retained earning*). Rasio antara sumber dana dari pihak eksternal (hutang) terhadap sumber dana dari pihak internal (ekuitas) lazim disebut sebagai *debt to equity ratio* (DER) (Brigham, 1983: p.412). Pernyataan tersebut didukung oleh peneliti antara lain Husnan (2001) dan Wahidahwati (2002) yang mengukur kebijakan pendanaan dari besarnya *debt ratio* perusahaan.

Kebijakan pendanaan yang dilakukan oleh manajemen sangat terkait dengan besarnya sumber dana yang digunakan dalam operasional perusahaan. Lambert (2001) menyatakan bahwa dalam hubungan “*principal – agent*”, pihak

manajemen melakukan aktivitas yang meliputi keputusan operasional, kebijakan pendanaan atau keputusan investasi lainnya. Pernyataan tersebut menunjukkan bahwa kebijakan pendanaan merupakan salah satu aktivitas yang dilakukan oleh manajemen sesuai dengan kontrak antara pemilik dengan manajemen.

Perbedaan kepentingan antara manajemen dengan para pemegang saham tersebut menimbulkan konflik antar kelompok atau sering disebut sebagai *agency conflict* atau konflik keagenan. Pada perusahaan yang sudah terdaftar di bursa saham (Go Publik) maka konflik keagenan dapat muncul sebagai akibat adanya beberapa kelompok pemegang saham yang memiliki proporsi kepemilikan yang berbeda-beda. Lambert (2001); Wahidahwati (2002); Husnan (2001) menyatakan bahwa proporsi kepemilikan saham merupakan faktor yang dapat menimbulkan konflik antara pemilik dengan manajemen.

Konflik keagenan (*agency conflict*) muncul karena adanya perbedaan kepentingan antara kepentingan manajemen dengan kepentingan pemilik (pemegang saham). Di satu sisi, perusahaan didirikan untuk mencapai tujuan utama yaitu meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau para pemegang saham. Di pihak lain, para manajer yang mengelola perusahaan mempunyai tujuan

yang berbeda terutama peningkatan prestasi individu dan kompensasi yang akan diterima. Lambert (2001) menyatakan bahwa perbedaan kepentingan tersebut antara lain terletak pada maksimalisasi utilitas prinsipal dengan manfaat dan insentif yang diterima oleh agen (manajemen). Karena kepentingan yang berbeda sering muncul konflik kepentingan antara pemegang saham dengan manajemen.

Wahidahwati (2002) menyatakan bahwa perusahaan yang memisahkan fungsi pengelolaan dan kepemilikan akan rentan terhadap munculnya konflik keagenan. Penyebab konflik antara manajer dengan pemegang saham antara lain dalam hal pembuatan keputusan pendanaan. Struktur kepemilikan perusahaan tidak hanya ditentukan oleh jumlah hutang dan *equity* saja, tetapi juga ditentukan oleh prosentase kepemilikan oleh manajer dan investor institusional. Berdasarkan pernyataan Wahidahwati (2002); Husnan (2001) menunjukkan bahwa prosentase kepemilikan oleh manajer dan investor institusional merupakan faktor yang dapat menimbulkan konflik antara pemilik dengan manajemen.

Agrawal dan Mandelkar (1987) menyatakan bahwa adanya hubungan positif antara saham yang dimiliki oleh *insider* dengan *debt to equity ratio* (DER). Dalam hal ini, saham yang dipegang oleh manajer perusahaan dengan DER yang meningkat adalah lebih besar

dibandingkan dengan saham yang dipegang oleh para manajer perusahaan yang memiliki DER menurun. Sementara Mehran (1992) menemukan hubungan yang positif antara prosentase yang dimiliki oleh *insider ownership* dengan DER. Berdasarkan adanya *research gap* dari penelitian terdahulu yang dilakukan oleh: Wahidahwati (2002), Agrawal dan Mandelkar (1987) dan Mehran (1992) maka perlu dilakukan penelitian lanjutan yang menguji pengaruh kepemilikan saham manajemen (*insider ownership*) terhadap DER.

Hasil penelitian tentang faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan pendanaan antara lain dilakukan oleh Wahidahwati (2002), Fitrijanti & Hartono (2002). Wahidahwati menggunakan lima variabel independen sebagai faktor yang mempengaruhi kebijakan pendanaan (diukur dari *debt rasio*) yaitu: *size*, *dividend payout*, *asset*, *earning volatility*, dan *stock volatility*. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa *dividend payout* dan *asset* yang tidak signifikan mempengaruhi *debt rasio*, dan tiga variabel yang lain berpengaruh secara signifikan. *Size* berpengaruh positif, sedangkan *earning* dan *stock volatility* berpengaruh negatif. Sementara, *dividend payout* ditemukan hasil yang tidak signifikan mempengaruhi *debt ratio*. Hal ini bertentangan dengan teori yang menyatakan

bahwa *dividend payout* (yang merupakan hasil dari profitabilitas perusahaan) seharusnya berpengaruh negatif terhadap struktur modal (Brigham, 1983: p. 472). Mengingat hasil penelitian Wahidahwati (2002) terdapat dua variabel (*dividend payout* dan *asset*) masih bertentangan dengan hasil penelitian sebelumnya (Crutchley et. al., 1989; dan Bathala et. al., 1994; dan Fitrijanti & Hartono, 2002), maka perlu dilakukan penelitian lebih lanjut.

Lebih jauh, Fitrijanti & Hartono (2002, hal. 59) menunjukkan *asset* (yang diukur dengan *market value asset to book value asset* – MVABVA), *size* (*market value equity to book value equity* – MVEBVE), dan *price earning ratio* (PER) terbukti berpengaruh signifikan positif terhadap kebijakan pendanaan (*debt to equity ratio*). Sedangkan Suranta & Mediastuty, 2003: hal. 65) menunjukkan bahwa kebijakan pendanaan (diukur dengan *leverage*) tidak signifikan berhubungan PER. Dengan demikian terdapat hasil yang kontradiktif antara Fitrijanti & Hartono (2002) dengan Suranta & Mediastuty (2003), sehingga perlu dilakukan penelitian lanjutan.

Hsien dan Chi (2003) meneliti pengaruh rasio profitabilitas (ROI dan NPM) dan rasio Likuiditas (LDR) terhadap DER dengan membandingkan kinerja pada bank pemerintah dan bank asing

di Taiwan. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa LDR dan ROI berpengaruh signifikan terhadap DER. Namun LDR pada bank pemerintah menunjukkan kinerja yang lebih rendah dari pada LDR pada bank asing. ROI pada bank asing menunjukkan kinerja yang lebih baik dari pada ROI pada bank pemerintah dan DER pada bank asing menunjukkan tingkat yang lebih tinggi dari DER pada bank pemerintah.

Pengaruh rasio keuangan terhadap kebijakan pendanaan, masih terdapat adanya *research gap* dari hasil penelitian sebelumnya serta perlunya perluasan penelitian yang didukung oleh teori yang mendasari, maka terdapat lima variabel yang diduga berpengaruh terhadap kebijakan pendanaan. Kelima variabel tersebut adalah: *dividend payout*, *assets*, *price earning ratio*, *return on asset* dan pertumbuhan penjualan.

Berdasarkan dari hasil penelitian terdahulu menunjukkan beberapa *research gap* untuk beberapa variabel yang berpengaruh terhadap DER yaitu: (1) Kepemilikan Saham Manajemen (*Insider ownership*) dinyatakan berhubungan negatif dengan kebijakan hutang (Wahidahwati, 2002), namun hal tersebut kontradiktif dengan Agrawal dan Mandelkar (1987) yang menyatakan bahwa *insider ownership* berhubungan positif dengan kebijakan hutang. (2) DPR dinyatakan tidak signifikan (Wahidahwati, 2002) tetapi

dinyatakan signifikan negatif oleh Brigham (1983); (3) Assets dinyatakan tidak signifikan (Wahidahwati, 2002) tetapi dinyatakan signifikan positif (Fitrijanti dan Hartono, 2002); (4) PER dinyatakan tidak signifikan (Suranta dan Midiastuty, 2003) tetapi dinyatakan signifikan positif oleh (Fitrijanti dan Hartono, 2002); (5) ROI dinyatakan berpengaruh positif terhadap DER (Hsien & Chi, 2003), dan (6) Pertumbuhan penjualan dinyatakan negatif oleh Sofiati (2001); Titman dan Wessel (1988); dan Myers (1984)

Atas dasar permasalahan utama tersebut, maka pertanyaan penelitian (*research question*) dapat dirinci sebagai berikut:

1. Apakah terdapat pengaruh Kepemilikan Saham Manajemen (*insider ownership*) terhadap *debt to equity ratio*?
2. Apakah terdapat pengaruh *dividend payout ratio* (DPR) terhadap *debt to equity ratio*?
3. Apakah terdapat pengaruh pertumbuhan *assets* terhadap *debt to equity ratio*?
4. Apakah terdapat pengaruh *price earning ratio* (PER) terhadap *debt to equity ratio*?
5. Apakah terdapat pengaruh *return on investment* (ROI) terhadap *debt to equity ratio*?
6. Apakah terdapat pengaruh pertumbuhan penjualan terhadap *debt to equity ratio*?

II. TELAHAH PUSTAKA

2.1. Pengaruh Kepemilikan Saham Manajemen (*Insider Ownership*) Terhadap *Debt to Equity Ratio*

Dengan adanya kepemilikan saham oleh manajemen terdapat kecenderungan akan berhati-hati dalam menggunakan kebijakan hutang, sebagaimana dinyatakan oleh Friend & Lang (1988) dan Wahidahwati (2002) bahwa meningkatnya kepemilikan saham oleh manajemen akan menurunkan jumlah hutang, sehingga *insider ownership* berhubungan negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan (DER).

Penelitian Agrawal dan Mandelkar (1987) menguji hubungan antara *common stock* dan *option holdings* manajemen dan pilihan-pilihan investasi serta keputusan pendanaan (*financing decisions*) oleh perusahaan. Berdasarkan penelitian tersebut ditemukan bahwa saham yang dimiliki oleh manajemen pada perusahaan yang *variance returnnya* meningkat pada pengumuman investasi lebih besar dari pada prosentase saham perusahaan yang dimiliki oleh manajemen yang *variance returnnya* menurun, serta adanya hubungan positif antara saham yang dimiliki oleh *insider* dengan *debt ratio*. Dalam hal ini, saham yang dimiliki oleh manajemen

dengan DER yang meningkat adalah lebih besar dibandingkan dengan saham yang dimiliki para manajemen yang memiliki DER menurun. Berdasarkan uraian tersebut diatas dapat dirumuskan menjadi hipotesis alternatif pertama (H1) sebagai berikut:

H1 : Terdapat pengaruh negatif kepemilikan saham manajemen (*Insider ownership*) terhadap *debt equity ratio* (DER)

2.2. Pengaruh *Dividend Payout Ratio* Terhadap *Debt to Equity Ratio*

Secara normal DPS lebih kecil daripada EPS, sehingga besarnya DPR umumnya kurang dari satu (< 1) (Brigham, 1983: 208). DPS merupakan dividen per lembar saham yang diperoleh dari jumlah dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham biasa dibagi dengan jumlah saham beredar (*outstanding share*); sedangkan EPS merupakan laba per lembar saham yang diperoleh dari laba bersih setelah pajak (*net income after tax* – NIAT atau *earning after tax* – EAT) dibagi dengan *outstanding share* (Brigham, 1983: 198). Perbandingan antara *Dividend per share* (DPS) dengan *Earning per share* (EPS) disebut *Dividend Payout Ratio* (DPR), jadi perspektif yang dilihat adalah pertumbuhan *dividen per share* terhadap pertumbuhan *earning per share* nya. Didalam komponen DPS terkandung unsur dividen, semakin besar DPR tentu semakin kecil jumlah modal

sendiri yang tertanam ke dalam perusahaan; sehingga *debt to equity ratio* (DER) akan semakin kecil (dengan asumsi tidak ada tambahan hutang baru selama periode yang sama) (Robert Ang, 1997: p.6.23).

Penelitian yang menghubungkan antara *Dividend Payout Ratio* (DPR) dengan *Debt Equity Ratio* (DER) antara lain dilakukan oleh Wahidahwati (2002), dimana hasil penelitiannya menunjukkan bahwa *dividend payout ratio* ditemukan hasil yang tidak signifikan mempengaruhi *debt equity ratio*.

Atas dasar teori tersebut, maka hubungan antara *dividend payout ratio* dengan *debt to equity ratio* diduga mempunyai hubungan negatif; artinya jika DPR meningkat maka DER akan semakin menurun. Maka dapat dirumuskan sebagai hipotesis 2 sebagai berikut:

H2 : Terdapat pengaruh negatif *dividend payout ratio* (DPR) terhadap *debt equity ratio* (DER).

2.3. Pengaruh Pertumbuhan Assets Terhadap *Debt to Equity Ratio*

Hasil penelitian yang menghubungkan antara assets dengan *debt equity ratio* oleh Wahidahwati (2002) menunjukkan hasil yang tidak signifikan mempengaruhi *debt equity ratio*. Hal ini kontradiktif dengan hasil penelitian dari Fitrijanti & Hartono (2002, hal. 59) yang menunjukkan bahwa *asset* (yang diukur dengan *market value asset to book value*

asset – MVABVA) terbukti berpengaruh signifikan positif terhadap kebijakan pendanaan (*debt to equity ratio*).

Pertumbuhan *asset* cenderung berdampak positif terhadap DER perusahaan dengan argumentasi pertumbuhan *asset* lebih mencerminkan horison waktu lebih panjang. Peningkatan *asset* dilakukan perusahaan bila terdapat prospek yang bagus. Dalam hal kebutuhan dana internal tidak mencukupi akan mendorong perusahaan menggunakan hutang. Oleh karena itu pertumbuhan *asset* cenderung berdampak positif terhadap DER, sebagaimana dinyatakan dalam studi empiris oleh Fitrijanti & Hartono (2002). Maka dapat dirumuskan sebagai hipotesis 3 sebagai berikut:

H 3 : Terdapat pengaruh positif pertumbuhan *asset* terhadap *debt equity ratio* (DER)

2.4. Pengaruh *Price Earning Ratio* Terhadap *Debt to Equity Ratio*

Rasio pengukuran yang paling komprehensif tentang prestasi perusahaan adalah PER, karena rasio penilaian tersebut mencerminkan perpaduan antara pengaruh rasio resiko (rasio likuiditas dan leverage) dan rasio pengembalian (aktivitas dan profitabilitas) (Weston dan Copeland, 1992). Rasio penilaian penting sekali karena hubungannya dengan tujuan memaksimalkan nilai perusahaan dan kekayaan pemegang saham, penambahan hutang, memperbesar resiko perusahaan

tetapi sekaligus juga memperbesar tingkat pengembalian yang diharapkan (Sawir, 2001)

Hasil dari penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Fitrijanti & Hartono (2002, hal. 59) menunjukkan *price earning ratio* (PER) terbukti berpengaruh signifikan positif terhadap kebijakan pendanaan (*debt to equity ratio*). Hasil ini kontradiktif dengan hasil penelitian dari Suranta & Mediastuty, 2003: hal. 65) yang menunjukkan bahwa kebijakan pendanaan (diukur dengan leverage) tidak signifikan berhubungan dengan PER.

Price Earning Ratio (PER) merupakan rasio antara harga saham (penutupan) per lembar terhadap laba per lembar saham (*earning per share*). Semakin tinggi PER, perusahaan dinilai semakin baik oleh investor, tetapi juga mempunyai risiko yang semakin tinggi pula. Sebaliknya, jika PER semakin rendah (apalagi di bawah rata-rata industri) perusahaan tersebut dinilai semakin jelek kinerjanya oleh investor (Brigham, 1983: 220 dan 222). Hasil penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Fitrijanti & Hartono (2002, hal.59) menunjukkan *price earning ratio* (PER) terbukti berpengaruh signifikan positif terhadap struktur modal (*debt equity ratio*). Maka dapat dirumuskan sebagai hipotesis 4 sebagai berikut:

H 4 : Terdapat pengaruh positif *price earning ratio*

(PER) terhadap *debt equity ratio* (DER).

2.5. Pengaruh *Return on Investment* Terhadap *Debt to Equity Ratio*

Meningkatnya ROI akan meningkatkan daya tarik pihak eksternal (investor dan kreditor), dan jika kreditor semakin tertarik untuk menanamkan dananya ke dalam perusahaan, sangat dimungkinkan *debt ratio* juga semakin meningkat (dengan asumsi peningkatan hutang relatif lebih tinggi daripada peningkatan modal sendiri). Dengan demikian hubungan antara ROI dan *debt to equity ratio* (DER) diharapkan mempunyai hubungan positif. Sedangkan dari hasil penelitian terdahulu belum ada penelitian yang menghubungkan antara ROI dengan DER, maka hal ini merupakan perluasan penelitian dari Wahidahwati, (2002). Sehingga dapat dirumuskan menjadi hipotesis 5 sebagai berikut:

H 5 : Terdapat pengaruh positif *return on investment* (ROI) terhadap *debt equity ratio* (DER)

2.6. Pengaruh Pertumbuhan Penjualan Terhadap *Debt to Equity Ratio*

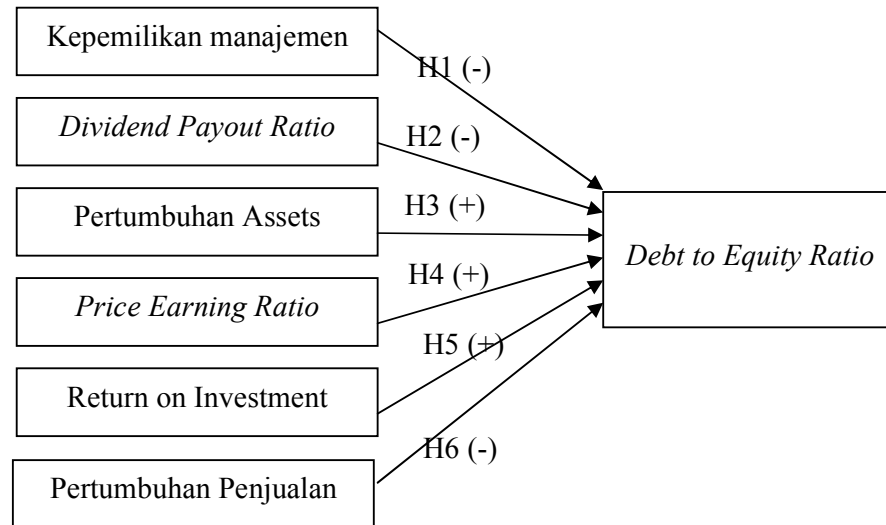
Sofiati (2001) menemukan bahwa tingkat pertumbuhan perusahaan mempunyai pengaruh yang negatif terhadap struktur modal. Hasil ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan Titman dan Wessel (1988) menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan tinggi mempunyai pengaruh negatif dengan utang jangka panjang. Hasil penelitian ini juga konsisten dengan hasil penelitian Myers (1984) bahwa perusahaan dengan pertumbuhan yang tinggi cenderung mengambil utang yang lebih sedikit. Sehingga dapat dirumuskan menjadi hipotesis 6 sebagai berikut:

H 6 : Terdapat pengaruh negatif Pertumbuhan Penjualan terhadap *debt equity ratio* (DER)

2.7. Kerangka Pemikiran Teoritis

Berdasarkan telaah pustaka, hasil penelitian terdahulu dan hipotesis, maka kerangka pemikiran teoritis dapat digambarkan pada Gambar 2.1 berikut:

Gambar 2.1:
Kepemilikan Saham Manajemen dan Faktor-faktor yang Berpengaruh Terhadap Debt To Equity Ratio Pada Perusahaan Yang Listed di BEJ Periode 2000-2002



2.8. Perumusan Hipotesis

Atas dasar kerangka pemikiran teoritis tersebut diajukan 7 (tujuh) hipotesis alternatif (H_a) sebagai berikut:

H1 : Terdapat pengaruh negatif kepemilikan saham manajemen (*Insider ownership*) terhadap *debt equity ratio* (DER)

H2 : Terdapat pengaruh negatif dividend payout ratio (DPR) terhadap *debt equity ratio* (DER).

H 3 : Terdapat pengaruh positif pertumbuhan asset terhadap *debt equity ratio* (DER)

H 4 : Terdapat pengaruh positif *price earning ratio* (PER) terhadap *debt equity ratio* (DER).

H 5 : Terdapat pengaruh

positif *return on investment* (ROI) terhadap *debt equity ratio* (DER)

H 6 : Terdapat pengaruh negatif pertumbuhan penjualan terhadap *debt equity ratio* (DER)

III. METODE PENELITIAN

3.1. Populasi dan Prosedur Penentuan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang sahamnya terdaftar di BEJ sejak 2000-2002. Sementara jumlah perusahaan yang *listed* di BEJ pada periode tersebut sejumlah 330 perusahaan yang dikelompokkan ke dalam 9 sektor industri seperti

ditunjukkan pada tabel 3.1 berikut:

Tabel 3.1:
Jumlah Perusahaan yang Sahamnya Terdaftar di BEJ
Periode 2000 – 2002

No	Kelompok Industri	2000	2001	2002
1	Agriculture	12	15	15
2	Mining	6	8	10
3	Basic Industry	54	56	57
4	Miscellaneous Indutry	52	54	55
5	Consumer Goods	37	37	38
6	Property & Real Estate	30	33	37
7	Infras. Util. & Transport.	15	17	18
8	Finance	47	49	58
9	Trade & Service	36	40	42
	Total	287	307	330

Sumber: ICMD 2003

Adapun teknik sampling yang digunakan adalah *purposive sampling* dengan kriteria:

1. Perusahaan yang selalu menyajikan laporan keuangan selama periode pengamatan (2000-2002);
2. Perusahaan yang selalu membagikan dividen selama periode pengamatan (2000-2002); dan
3. Perusahaan yang sebagian sahamnya dimiliki oleh manajemen selama periode pengamatan (2000-2002)

Dari kriteria tersebut diperoleh 15 perusahaan sebagai sampel penelitian. Karena jumlah sampel yang terbatas (tidak memenuhi jumlah sampel minimal $n=30$), maka dalam pengolahan data digunakan metode *pooling*, dimana “n” yang digunakan

perkalian antara jumlah perusahaan (15 perusahaan) dengan periode pengamatannya (3 tahun) sehingga sampel yang digunakan menjadi 45.

3.1. Teknik Analisis Data

Untuk menguji kekuatan variabel independen yaitu: kepemilikan manajemen, DPR, Pertumbuhan Asset, PER, ROI dan pertumbuhan penjualan terhadap kebijakan pendanaan (*debt equity ratio*) pada perusahaan yang listed di BEJ periode 2000-2002, maka dalam penelitian ini digunakan analisis regresi berganda dengan persamaan kuadrat terkecil (*ordinary least square* – OLS) dengan model dasar sebagai berikut:

$$\text{DER} = a + b_1 \text{ SMan} - b_2 \text{ DPR} + b_3 \text{ Asset} + b_4 \text{ PER} + b_5 \text{ ROI} + b_6 \text{ Per. penj.} + e$$

Keterangan:

DER : Rasio antara Total Debt terhadap Shareholder Equity;

SMan : Proporsi Kepemilikan Saham Manajemen (*insider ownership*) terhadap Total Saham Beredar; dan

DPR : Rasio antara dividen per lembar saham terhadap laba per lembar saham;

Asset : Dilihat dari pertumbuhan asset periode sekarang terhadap periode sebelumnya;

PER : Rasio antara harga penutupan (akhir tahun) perlembar saham terhadap laba per lembar saham (EPS);

ROI : Rasio antara laba setelah pajak (EAT) terhadap total investasi;

Per.Penj : Rasio perubahan pendapatan penjualan

e : Variabel residual.

Besarnya konstanta tercermin dalam “a”, dan besarnya koefisien regresi dari masing-masing variabel independen ditunjukkan dengan b_1, b_2, b_3, b_4, b_5 , dan b_6 . Keenam variabel bebas tersebut merupakan faktor-faktor yang berpengaruh terhadap kebijakan pendanaan; sedangkan variabel dependennya adalah kebijakan

pendanaan (yang dicerminkan oleh *debt to equity ratio*).

3.2.1. Uji Hipotesis

Pengujian terhadap masing-masing hipotesis yang diajukan dapat dilakukan dengan cara sebagai berikut:

1. Uji signifikansi (pengaruh nyata) variabel independen (X_i) terhadap variabel dependen (Y) baik secara parsial maupun secara bersama-sama dilakukan dengan uji statistik t (t-test) dan uji F (F-test).
2. Untuk menguji dominasi variabel independen (X_i) terhadap variabel dependen (Y) dilakukan dengan melihat pada koefisien beta standar.

3.2.2. Pengujian Asumsi Klasik

Karena data yang digunakan adalah data sekunder, maka untuk menentukan ketepatan model perlu dilakukan pengujian atas beberapa asumsi klasik yang digunakan yaitu: uji normalitas, multikolinearitas, heteroskedastisitas dan autokorelasi.

IV. ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

Berdasarkan hasil output SPSS nampak bahwa pengaruh secara bersama-sama enam variabel independen tersebut (KSM, DPR, Pertumbuhan Asset, PER, ROI dan Pertumbuhan Penjualan) terhadap DER seperti ditunjukkan pada tabel 4.1. sebagai berikut :

Tabel 4.1

Hasil Perhitungan Regresi Berganda

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	23,973	6	3,995	3,6E+08	,000 ^a
	Residual	,000	17	,000		
	Total	23,973	23			

a. Predictors: (Constant), LNPNJUAL, LNPER, LNDPR, LNASSET, LNKSM, LNROI

b. Dependent Variable: LNDER

Sumber: Output SPSS 11.5; Regressions

Dari hasil perhitungan diperoleh nilai F sebesar 359979001 dan nilai signifikansi sebesar 0,0001. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari 5% maka hipotesis diterima dan terdapat pengaruh yang signifikan variabel KSM, DPR, Pertumbuhan Asset, PER, ROI dan Pertumbuhan Penjualan secara bersama-sama terhadap variabel DER.

Nilai koefisien determinasi (*Adjusted R²*)

sebesar 0,917 atau 91,7% hal ini berarti 91,7% variasi DER yang bisa dijelaskan oleh variasi dari kelima variabel bebas yaitu KSM, DPR, Pertumbuhan Asset, PER, ROI dan Pertumbuhan Penjualan sedangkan sisanya sebesar 8,3% dijelaskan oleh sebab-sebab lain di luar model. Adapun besarnya *Adjusted R²* dapat dilihat pada hasil output SPSS sebagai berikut:

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,995 ^a	,932	,917	,00011

a. Predictors: (Constant), LNPNJUAL, LNPER, LNDPR, LNASSET, LNKSM, LNROI

b. Dependent Variable: LNDER

Sementara itu secara parsial pengaruh dari keenam variabel independen tersebut

terhadap DER ditunjukkan pada tabel 4.2 sebagai berikut:

Tabel 4.2

Hasil Perhitungan Regresi Parsial

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	4,604481	,000238		19383,244	,000
LNKSM	-,000055	,000017	-,000078	-3,319	,004
LNDPR	-,000059	,000045	-,000029	-1,308	,208
LNASSET	-,000022	,000014	-,000036	-1,562	,137
LNPER	,999865	,000029	1,000027	34262,213	,000
LNROI	,000028	,000011	,000024	2,545	,014
LNPJUAL	-,000021	,000030	-,000016	-,723	,479

a. Dependent Variable: LNDER

Sumber: Output SPSS 11.5; Regressions-coefficients

Dari hasil persamaan regresi linier berganda tersebut diatas maka dapat dianalisis sebagai berikut:

1. Variabel Kepemilikan Saham Manajemen (KSM)

Dari hasil perhitungan persamaan regresi linier berganda didapatkan nilai koefisien variabel KSM sebesar (-0,000055). Hal ini berarti setiap ada kenaikan variabel KSM sebesar 1% maka akan turun variabel DER sebesar 0,000055% dengan anggapan variabel bebas lainnya konstan. Dari perhitungan uji secara parsial diperoleh nilai t hitung sebesar (-3,319) dan nilai signifikansi sebesar 0,004. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari 5% maka hipotesis diterima dan ada pengaruh yang signifikan antara variabel Kepemilikan Saham Manajemen (KSM) dengan variabel.DER.

Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa

kepemilikan saham oleh manajemen mempengaruhi kebijakan pendanaan perusahaan. Karena dengan adanya kepemilikan saham oleh manajemen maka manajer akan bertindak seperti halnya pemegang saham, manajer akan lebih berhati-hati dalam melakukan aktivitas investasinya dengan memilih proyek-proyek yang sekiranya mampu memberikan *maximize value* dan *minimize cost* dan tidak bertindak berdasarkan kepentingan oportunistiknya. Hasil penelitian ini mendukung penelitian dari Wahidahwati (2002), dimana hasil penelitiannya menunjukkan bahwa Kepemilikan Saham Manajemen (KSM) ditemukan hasil yang signifikan dan berpengaruh negatif terhadap *debt equity ratio*.

2. Variabel Dividend Payout Ratio (DPR)

Dari hasil perhitungan persamaan regresi linier berganda didapatkan nilai koefisien variabel DPR sebesar (-0,000059). Hal ini berarti setiap ada kenaikan variabel DPR sebesar 1% maka akan turun variabel DER sebesar 0,000059% dengan anggapan variabel bebas lainnya konstan. Dari perhitungan uji secara parsial diperoleh nilai t hitung sebesar (-1,308) dan nilai signifikansi sebesar 0,208. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 5% maka hipotesis ditolak dan tidak ada pengaruh yang signifikan antara variabel DPR dengan variabel DER.

Hal ini menunjukkan bahwa dividen yang dibagikan tidak menarik minat pihak eksternal (investor dan kreditor) terutama kreditor dalam menanamkan dananya untuk aktivitas investasi, hal ini dikarenakan jumlah perusahaan yang membagikan dividen di BEJ periode tahun 200-2002 berdasarkan buku ICMD 2003 sangat sedikit yaitu sebesar 15,75% atau dari 330 perusahaan hanya 52 perusahaan yang membagikan dividen. Hal ini yang membuat investor dan kreditor lebih melihat tingkat keuntungan yang dihasilkan perusahaan dari harga saham perusahaan yang merespon pasar dalam menanamkan dananya ke dalam

perusahaan, hal tersebut dibuktikan dengan hasil dalam penelitian ini yang menunjukkan bahwa rasio PER yang mencerminkan pasar berpengaruh signifikan terhadap DER. Hasil ini mendukung penelitian dari Wahidahwati (2002), dimana hasil penelitiannya menunjukkan bahwa *dividend payout ratio* ditemukan hasil yang tidak signifikan mempengaruhi *debt equity ratio*.

3. Variabel Pertumbuhan Asset

Dari hasil perhitungan persamaan regresi linier berganda didapatkan nilai koefisien variabel Pertumbuhan Asset sebesar (-0,000022). Hal ini berarti setiap ada kenaikan variabel Pertumbuhan Asset sebesar 1% maka akan menurunkan variabel DER sebesar 0,000022% dengan anggapan variabel bebas lainnya konstan. Dari hasil perhitungan uji secara parsial diperoleh nilai t hitung sebesar (-1,562) dan nilai signifikansi sebesar 0,137. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 5% maka hipotesis ditolak berarti tidak terdapat pengaruh signifikan antara variabel Pertumbuhan Asset terhadap variabel DER. Hal ini mengindikasikan bahwa asset perusahaan yang meningkat tidak menarik minat investor dan kreditor untuk menanamkan dananya karena kreditor lebih melihat tingkat pengembaliannya.

Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Wahidahwati (2002) yang menunjukkan hasil bahwa Pertumbuhan Asset tidak signifikan mempengaruhi *debt to equity ratio*. Tetapi penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian dari Fitrijanti & Hartono (2002, hal. 59) yang menunjukkan bahwa asset (yang diukur dengan *market value asset to book value asset* – MVABVA) terbukti berpengaruh signifikan positif terhadap struktur modal (*debt to equity ratio*).

4. Variabel *Price Earning Ratio* (PER).

Dari hasil perhitungan persamaan regresi linier berganda didapatkan nilai koefisien variabel PER sebesar (0,999865). Hal ini berarti setiap ada kenaikan variabel PER sebesar 1% maka akan menaikkan variabel DER sebesar 0,999865% dengan anggapan variabel bebas lainnya konstan. Dari hasil perhitungan uji secara parsial diperoleh nilai *t* hitung sebesar (34262,213) dengan nilai signifikansi sebesar 0,0001. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari 5% maka hipotesis diterima berarti ada pengaruh signifikan antara variabel PER terhadap variabel DER.

Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Fitrijanti

& Hartono (2002) yang menunjukkan bahwa *price earning ratio* (PER) terbukti berpengaruh signifikan positif terhadap struktur modal (*debt to equity ratio*) dan menentang hasil penelitian yang dilakukan oleh Suranta & Mediastuty, (2003) yang menunjukkan bahwa struktur modal (diukur dengan *leverage*) tidak signifikan berhubungan dengan PER. Hasil penelitian ini mengindikasikan PER yang tinggi menarik minat investor dan kreditor dalam menanamkan dananya ke perusahaan hal tersebut dikarenakan PER merupakan tingkat kemahalan harga saham suatu perusahaan dimata investor dan kreditor, hal tersebut meningkatkan minat investor dan kreditor dalam menanamkan dananya sehingga berdampak pada meningkatnya hutang.

5. Variabel *Return On Investment* (ROI).

Dari hasil perhitungan persamaan regresi linier berganda didapatkan nilai koefisien variabel ROI sebesar (0,000028). Hal ini berarti setiap ada kenaikan variabel ROI sebesar 1% maka akan menaikkan variabel DER sebesar 0,000028% dengan anggapan variabel bebas lainnya konstan. Meningkatnya ROI tersebut mampu meningkatkan daya tarik pihak eksternal (investor dan kreditor). Karena ROI

menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dengan memanfaatkan dana yang diinvestasikan, hal ini mampu meningkatkan kepercayaan investor untuk menanamkan dananya ke dalam perusahaan. Dari hasil perhitungan uji secara parsial diperoleh nilai t hitung sebesar 2,545 dengan nilai signifikansi sebesar 0,014. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari 5% maka hipotesis diterima berarti ada pengaruh signifikan antara variabel ROI dengan variabel DER. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Sujianto (2001) yang menunjukkan hasil bahwa ROA berpengaruh signifikan positif terhadap DER.

6. Variabel Pertumbuhan Penjualan

Dari hasil perhitungan persamaan regresi linier berganda didapatkan nilai koefisien variabel Pertumbuhan Penjualan sebesar (-0,000021). Hal ini berarti setiap ada kenaikan variabel Pertumbuhan Penjualan sebesar 1% maka akan turun variabel DER sebesar 0,000021% dengan anggapan variabel bebas lainnya konstan. Dari perhitungan uji secara parsial diperoleh nilai t hitung sebesar (-0,723) dan nilai signifikansi sebesar 0,479. Karena nilai signifikansi lebih besar dari

5% maka hipotesis ditolak dan tidak ada pengaruh yang signifikan antara variabel Pertumbuhan Penjualan dengan variabel DER.

Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa peningkatan penjualan perusahaan tidak menarik minat pihak eksternal (investor dan kreditor) dalam menanamkan dananya ke dalam perusahaan, dikarenakan investor dan kreditor lebih melihat rasio PER yang lebih mencerminkan pasar. Hal tersebut dapat dilihat dari adanya pengaruh PER terhadap tingkat hutang. Hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian dari Sofiati (2001) yang menemukan bahwa tingkat pertumbuhan perusahaan mempunyai pengaruh yang negatif terhadap *debt equity ratio*.

Berdasarkan teori struktur modal dari Brigham (1983), tingkat pertumbuhan yang ditunjukkan dengan peningkatan penjualan dari periode ke periode diukur dengan besarnya ukuran perusahaan (*size*) dari penjualan. Dengan semakin meningkatnya *size*, maka kreditor akan semakin percaya dengan kinerja perusahaan, sehingga dapat meningkatkan dana untuk operasional perusahaan. Dengan meningkatnya aktivitas operasional diharapkan penjualan juga

meningkat. Namun dalam penelitian ini pertumbuhan penjualan tidak berpengaruh terhadap DER, hal ini dimungkinkan kepercayaan kreditor terhadap kinerja perusahaan relatif masih rendah, yang dapat dibuktikan dengan besarnya rata-rata pertumbuhan penjualan perusahaan listed di BEJ periode 2000-2002 sebesar 21,46% dimana nilai tersebut lebih besar dari rata-rata ROA yang mencerminkan tingkat keuntungan dari asset perusahaan yaitu sebesar 8,43%.

V. SIMPULAN DAN IMPLIKASI

5.1. Simpulan

Dari tujuh hipotesis yang diajukan hanya hipotesis 1, 4, 5 dan 7 yang dapat diterima, artinya terdapat pengaruh yang signifikan antara variabel independen terhadap variabel dependennya.

1. Berdasarkan hasil pengujian hipotesis 1 menunjukkan bahwa secara parsial variabel Kepemilikan Saham Manajemen berpengaruh negatif terhadap variabel DER. Artinya semakin besar proposi saham yang dimiliki manajemen berpengaruh terhadap kebijakan struktur modal perusahaan yang diambil oleh manajemen. Artinya besarnya proporsi kepemilikan saham yang dimiliki oleh manajemen akan menurunkan hutang

perusahaan. Hasil penelitian ini konsisten Wahidahwati (2002) yang menyatakan bahwa kepemilikan saham manajemen berpengaruh negatif terhadap terhadap DER.

2. Berdasarkan hasil pengujian hipotesis 2 menunjukkan bahwa secara parsial variabel DPR tidak berpengaruh terhadap variabel DER. Artinya semakin besar kebijakan dividen yang diambil tidak berpengaruh terhadap hutang perusahaan. Artinya besar atau kecilnya dividen yang dibagikan tidak menjamin bahwa kreditor akan menanamkan dananya kedalam perusahaan. Hasil penelitian ini konsisten dengan Wahidahwati (2002) yang menyatakan bahwa DPR tidak signifikan terhadap DER.
3. Berdasarkan hasil pengujian hipotesis 3 menunjukkan bahwa secara parsial variabel Pertumbuhan Asset tidak berpengaruh terhadap variabel DER. artinya peningkatan asset yang diikuti peningkatan hasil operasi tidak menambah kepercayaan pihak luar terhadap perusahaan yang listed di BEJ periode 2000-2002. Hal ini sangat dimungkinkan kepercayaan pihak luar (kreditor) terhadap perusahaan masih rendah sebagai akibat krisis

moneter yang menimpa Indonesia pada tahun 1997-1999. Hasil penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian Fitriyani dan Hartono (2002) yang menunjukkan asset berhubungan positif dengan DER namun konsisten dengan hasil penelitian Wahidahwati (2002) yang mengatakan pertumbuhan asset tidak signifikan terhadap DER.

4. Berdasar hasil pengujian hipotesis 4 menunjukkan bahwa secara parsial variabel PER berpengaruh signifikan positif (+) terhadap variabel DER. Artinya peningkatan PER yang dinilai oleh investor menunjukkan kinerja yang semakin baik, juga berdampak semakin menarik perhatian para calon kreditor. Semakin meningkatnya perhatian kreditor terhadap perusahaan, maka sangat dimungkinkan jumlah hutang akan semakin meningkat. Peningkatan jumlah hutang yang relatif lebih besar daripada modal sendiri akan meningkatkan *debt to equity ratio*. Hasil penelitian ini Penelitian ini mendukung Fitriyani dan Hartono (2002) yang menunjukkan bahwa PER berhubungan positif dengan DER
5. Berdasarkan hasil pengujian hipotesis 5 menunjukkan bahwa secara

parsial variabel ROI berpengaruh positif terhadap variabel DER. Artinya peningkatan rasio ROI mampu meningkatkan daya tarik pihak eksternal (investor dan kreditor) di BEJ, dikarenakan ROI mencerminkan laba perusahaan yang diperoleh dari dana yang diinvestasikan perusahaan.

6. Berdasarkan hasil pengujian hipotesis 6 menunjukkan bahwa secara parsial variabel Pertumbuhan Penjualan tidak berpengaruh terhadap variabel DER. Artinya peningkatan pertumbuhan penjualan perusahaan tidak meningkatkan daya tarik pihak eksternal (investor dan kreditor) di BEJ, dikarenakan kreditor lebih melihat kondisi pasar dalam menanamkan dananya kedalam perusahaan.

5.2. Implikasi

Setelah diperoleh beberapa kesimpulan tentang penelitian ini dapat diajukan beberapa implikasi manajerial yang dapat berguna bagi perusahaan *go public* di BEJ:

1. Manajer perusahaan yang *listed* di BEJ harus lebih memperhatikan kepemilikan saham manajemen (KSM), *price earning ratio* (PER), *return on investment* (ROI) dalam pengambilan keputusan pendanaan. Karena dalam penelitian ini KSM, PER

dan ROI yang menunjukkan pengaruhnya terhadap DER. Berdasarkan beta standardized regression weight menunjukkan bahwa PER merupakan variabel yang paling dominan mempengaruhi DER dengan nilai sebesar 1,000027 kemudian variabel KSM sebesar - 0,000078 dan variabel ROI sebesar 0,000024.

2. Penggunaan sumber dana intern sebagai sumber utama pembiayaan investasi tidak selalu mesti terjadi. Karena keputusan investasi yang menguntungkan tidak terpengaruh dari asal sumber dana. Hanya saja kadang-kadang adanya persyaratan jaminan atas hutang yang diambilnya mengakibatkan modal sendiri harus menjadi besar. Persoalan lainnya yang muncul adalah kemungkinan biaya modal rata-rata akan naik lebih besar, kalau ini terjadi investasi dibiayai dengan *cost* yang lebih tinggi atau menggunakan biaya modal yang lebih mahal.

5.3. Keterbatasan Penelitian

Sebagaimana diuraikan dimuka bahwa hasil penelitian ini terbatas pada pengamatan yang relatif pendek yaitu selama 3 tahun dengan sampel yang terbatas pula (15 sampel). Disamping itu faktor fundamental perusahaan yang

digunakan sebagai dasar untuk memprediksi *return* saham hanya terbatas pada Kepemilikan Saham Manajemen, DPR, Pertumbuhan Asset, PER, ROI dan Pertumbuhan Penjualan.

Disamping itu penulis mengakui banyak keterbatasan yang dimiliki, keterbatasan itu antara lain referensi yang dimiliki penulis belum begitu lengkap untuk menunjang proses penulisan tesis ini sehingga terjadi banyak kekurangan dalam mendukung teori ataupun justifikasi masalah yang diajukan. Penulis juga mengakui bahwa keterbatasan waktu dan biaya juga mempengaruhi penelitian ini yang hanya meneliti faktor yang fundamental sehingga faktor eksternal kurang begitu diperhatikan.

5.4. Agenda Penelitian Mendatang

Dengan kemampuan prediksi sebesar 91,3% mengindikasikan bahwa keenam variabel independen (Kepemilikan Saham Manajemen, DPR, Pertumbuhan Asset, PER, ROI dan Pertumbuhan Penjualan) mampu menjelaskan variabel DER dengan derajat kepastian sebesar 91,3%. Namun perlu menghubungkan pengaruh DER terhadap variabel makro ekonomi dan non ekonomi. Variabel makro ekonomi yang mungkin berpengaruh terhadap DER antara lain: tingkat bunga, kurs rupiah terhadap valuta

asing, neraca pembayaran, ekspor-impor dan kondisi ekonomi lainnya; serta variabel non ekonomi seperti kondisi politik negara mungkin signifikan berpengaruh terhadap DER perusahaan di BEJ, mengingat sampai dengan saat penelitian berlangsung variabel-variabel makro ekonomi dan non-ekonomi tersebut masih menunjukkan kondisi yang belum stabil. Juga disarankan untuk memperpanjang periode pengamatan mengingat investor dalam jangka yang relatif pendek tidak menggunakan faktor fundamental dalam memprediksi DER.

Daftar Referensi

- Aggrawal, A dan Nagarajan, N.J. (1990). Corporate capital structure, agency cost and ownership control: The case of all equity firms. *Journal of Finance* 45 (4). 1325-1331
- Ainun Naim dan Fu'ad Rakhman. (2000). "Analisis Hubungan antara Kelengkapan Pengungkapan Laporan Keuangan dengan Struktur Modal dan Tipe Kepemilikan Perusahaan". **Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia**, Vol. 15, No. 1: 70 – 82.
- Robbert Ang. (1997). **Buku Pintar: Pasar Modal Indonesia (The Intelligent Guide to Indonesian Capital Market)**. Mediasoft Indonesia
- Bathala, C.T., K.R. Moon, and R.P. Rao. (1994). "Managerial Ownership, Debt Policy, and the Impact of Institutional Holding: an Agency Perspective". **Financial Management**, 23: 38 – 50.
- Brigham, Eugene F. (1983). **Fundamentals of Financial Management. Third Edition**. Holt-Saunders Japan: The Dryden Press.
- Brigham, E.F dan Gapenski, L.C. (1996), **Intermediate financial management**, Fifth edition-International edition. The Dryden Press.
- Bushman, Robert M. (2001). "Financial Accounting Information and Corporate Governance". **Journal of Accounting & Economics**, 32 (2001): 237– 333.
- Crutchley, Claire E., and Hansen, Robert S. (1989). "A test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividend". **Financial Management**, Winter 1989.

- Eddy Suranta dan Puspa Midiastuti. (2003). “Analisis Hubungan Struktur Kepemilikan Manajerial, Nilai Perusahaan dan Investasi dengan Model Persamaan Linear Simultan”. **Jurnal Riset Akuntansi Indonesia**, Vol. 6, No. 1, Januari: 54 – 68.
- Eugene F. Brigham & Louis C. Gapenski, (1996), **Intermediate Financial Management**, Fifth edition-International edition, The Dryden Press
- Gujarati, Damodar N. (1995). **Basic Econometrics**. Singapore: Mc Graw Hill, Inc.
- Hermendito Karo, (2000), “Analisis leverage dan Deviden dalam lingkungan ketidakpastian: Pendekatan Pecking Order dan Balancing Theory”, **Simposium Nasional Akuntansi IV**,
- Hsien, Chang Kuo dan Chi, Haw Lee (2003). The determinants of the capital structure of commercial banks in Taiwan. *International Journal of Management*. 20-4.
- Imam Subekti dan Indra Wijaya Kusuma. (2001). “Asosiasi antara Set Kesempatan Investasi dengan Kebijakan Pendanaan dan Dividen Perusahaan, serta Implikasinya pada Perubahan Harga Saham”. **Jurnal Riset Akuntansi Indonesia**, Vol. 4, No. 1: 44 – 63.
- J. Fred Weston & Thomas Copeland, 1997, **Manajemen Keuangan**, Jilid 2, Edisi 9, Binarupa Aksara
- Jogiyanto Hartono. (1998). **Teori Portofolio dan Analisis Investasi**. Yogyakarta: BPFE.
- Lambert, Richard A. (2001). “Contracting Theory and Accounting”. **Journal of Accounting & Economics**, 32 (2001): 3– 87.
- Lukas Setia Atmaja, (1999), **Manajemen Keuangan**, Edisi 2, Andi Offset
- Myers, S, (1984), “The Capital Structure Puzzle”, **Journal of Finance**, Vol.39. July, 1984
- Sekar Mayangsari,(2001), “Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Keputusan Pendanaan Perusahaan : Pengujian Pecking Order Hypotesis”, **Media Riset Akuntansi**, Auditing dan Informasi, Vol 1, No. 3 Desember 2001 : 1-26
- Singgih Santoso. (1999). **SPSS (Statistical Product and Service Solutions)**. Penerbit PT. Elex Media Komputindo-Kelompok Gramedia .Jakarta.

Suad Husnan, (1998), **Manajemen Keuangan-Teori dan Penerapan (keputusan jangka panjang)**, Buku 1, Edisi 4, BPFE.

Suad Husnan. (2001). “Corporate Governance dan Keputusan Pendanaan: Perbandingan Kinerja Perusahaan dengan Pemegang Saham Pengendali Perusahaan Multinasional dan Bukan Multinasional”. **Jurnal Riset Akuntansi, Manajemen, Ekonomi**, Vol. 1 No.1, Februari: 1 – 12.

Tettet Fitrijanti, dan Jogyanto Hartono. (2002). “Set Kesempatan Investasi: Konstruksi dan Analisis Hubungannya dengan Kebijakan Pendanaan dan Dividen”. **Jurnal Riset Akuntansi Indonesia**, Vol. 5, No. 1: 35 – 63.

Wahidahwati. (2002). “Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Theory Agency”. **Jurnal Riset Akuntansi Indonesia**, Vol. 5, No. 1, Januari: 1 – 16.